

**Spett.le Commissione Nazionale per le Società e la
Borsa**

Divisione Strategie Regolamentari

Via G. B. Martini, n. 3

00198 - ROMA

VM/VM/ITM/1153487.1

E-mail

Vincenzo.Armenio@dlapiper.com

Milan, 2 May 2013

Oggetto: **REGOLAMENTO IN MATERIA DI "RACCOLTA DI CAPITALI DI
RISCHIO DA PARTE DI START-UP INNOVATIVE TRAMITE
PORTALI ON-LINE" - DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE**

Con la presente, lo studio legale DLA Piper, sede di Milano, intende trasmettere a Codesta Spettabile Commissione le proprie osservazioni in merito al documento di consultazione in oggetto.

Approfittando dell'opportunità offerta di partecipare alla presente consultazione, si riportano di seguito alcune osservazioni al documento di consultazione formulate anche sulla base della recente esperienza con cui ci stiamo confrontando nell'assistere un operatore del mercato che agisce quale "incubatore". Condividendo nella sostanza lo spirito delle proposte di modifica alle disposizioni regolamentari, i commenti formulati mirano principalmente a fornire alla Commissione ulteriori elementi di valutazione e nuovi punti di vista.

Il commento a questa proposta regolamentare non può che avere come presupposto un apprezzamento di chi scrive per la strada intrapresa .

Lo studio legale DLA Piper, nella persona degli avvocati Francesco Maria Aleandri e Vincenzo Armenio, rimane a disposizione di Codesta Spettabile Commissione ove fossero necessari chiarimenti o altre indicazioni in merito a quanto di seguito riportato.

* * *

Studio Legale Tributario Associato is part of DLA Piper, a global law firm, operating through various separate and distinct legal entities.

The Partners of Studio Legale Tributario Associato are: Francesco Novelli, Wolf Michael Kühne, Federico Sutti, Olaf Schmidt, Maricla Pennesi⁽¹⁾, Bruno Giuffrè, Stefano Modenesi, Francesco Cerasi, Antonio Lombardo, Rodolfo Errore, Giangiacomo Olivi, Alessandro Corno, Luigi Rizzi⁽¹⁾, Giorgia Romitelli, Roberto Valenti, Sergio Anania, Goffredo Guerra, Fabrizio Morelli, Francesca Sutti, Guido A. Inzaghi, Mario D'Ovidio, Paolo Zamberletti, Antonio Tomassini, Giampiero Falasca, Domenico Gaudiello, David M. Marino, Matteo Falcione, Martin Pugsley, Marco Zechini, Francesco M. Aleandri, Raffaella Quintana, Alessandro Boso Caretta, Francesco Ferrari, Gualtiero Dragotti, Fabio del Bene, Alessandro Piermanni, Fabrizio Capponi⁽¹⁾, Ugo Calò, Francesco De Blasio, Matteo Mancinelli, Giovanni Ragnoni Bosco Lucarelli, Francesco Satta, Federico Vanetti, Federico Zucconi Galli Fonseca, Michael Bosco⁽²⁾

Senior Counsels:
Betty Louie⁽²⁾, Daniel Ladeur⁽³⁾, Fabio Elefante⁽⁴⁾

A list of offices and regulatory information can be found at www.dlapiper.com

⁽¹⁾Admitted to the Register of Dottori Commercialisti

⁽²⁾Admitted to the New York Bar

⁽³⁾Admitted to the German Bar

⁽⁴⁾Professor at La Sapienza University of Rome

Proposta di articolato regolamentare

Art. 2 (Definizioni)

1. Nel presente regolamento si intendono per:

[...]

- f) «*controllo*»: l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongono, direttamente o indirettamente, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria ovvero dispongono di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;
- g) «*offerta*»: l'offerta al pubblico condotta esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, avente ad oggetto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da start-up innovative per un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 1, lettera c) del regolamento Consob in materia di emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche;

[...]

Commento DLA Piper:

Articolo 1, comma 2, lettera f, nozione di "controllo"

Fermo restando il parere positivo di chi commenta in relazione ad una autonoma definizione della fattispecie di controllo, stante la centralità di tale definizione con riferimento ad alcune fattispecie relative alla materia in oggetto, si fa notare che la nozione di "controllo congiunto" potrebbe essere oggetto di una specifica definizione. Qualora la norma non specificasse ulteriormente il significato del termine "congiuntamente" si potrebbe restare nell'incertezza dell'essersi verificato o meno un mutamento nel controllo della società, con probabili ripercussioni sulle disposizioni che in tale avvenimento trovano legittimazione. In merito poi alla verifica della sussistenza del controllo congiunto, si rileva che - in assenza di obblighi di pubblicità dei patti parasociali a carico di società che non fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio - potrebbe essere opportuno inserire tra le clausole obbligatorie da inserire negli statuti degli emittenti di cui all'art. 26, comma 1, lettera (b), anche una previsione in merito alla *disclosure* di patti parasociali che non siano già riflessi negli statuti stessi.

Articolo 1, comma 2, lettera g, nozione di "offerta"

Si osserva come la formulazione della definizione di offerta, seppur rispondente al dettato dell'art. 100-ter del D.Lgs. n. 58 del 1998 ("TUF"), possa creare qualche dubbio interpretativo. Muovendo dall'esame delle norme primarie, non appare infatti

chiaro, né sembra chiarito da tale definizione, se attraverso il portale si possano promuovere soltanto offerte di sottoscrizione ovvero se sia possibile, sempre attraverso il portale, promuovere la vendita al pubblico di partecipazioni nelle *start-up* innovative; ai sensi dell'articolo 50-*quinquies* TUF il gestore del portale può infatti trasmettere agli intermediari ordini relativi a sottoscrizione e *compravendita* di partecipazioni, mentre ai sensi dell'art. 100-*ter* TUF le offerte promosse attraverso il portale sembrerebbero avere ad oggetto solo la sottoscrizione di partecipazioni. Da un'interpretazione formale del combinato disposto delle due norme, si potrebbe arrivare a desumere che le offerte al pubblico svolte esclusivamente tramite portale possano avere ad oggetto la sola sottoscrizione delle partecipazioni, mentre eventuali offerte promosse sia attraverso il portale sia con altre modalità (anche considerato che l'art. 26, comma 5, della L. 221/2012 permette alle *start up* costituite in forma di S.r.l di promuovere offerte senza avvalersi di portali) possano prevedere anche una *compravendita* di partecipazioni. In ogni caso, si ritiene che il regolamento posto in consultazione dovrebbe altresì prevedere una parte aggiuntiva relativa alle modalità di *compravendita* delle partecipazioni (anche da parte di chi le ha inizialmente sottoscritte) e ai compiti e doveri del gestore del portale nell'ambito di tale attività.

Art. 14

(Obblighi di correttezza)

[...]

4. Il gestore garantisce che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta.

Art. 17

(Informazioni relative alle singole offerte)

1. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica:
 - a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 al presente Regolamento e ne aggiorna senza indugio il contenuto in caso di variazioni intervenute o di errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta. Le informazioni relative all'offerta sono pubblicate attraverso una scheda sintetica redatta secondo il modello contenuto nell'Allegato 3;

[...]

Commento DLA Piper:

Si fa presente che tali previsioni pongono direttamente a carico del gestore del portale una responsabilità relativa all'aggiornamento dei contenuti pubblicati sui portali.

Dal punto di vista di chi commenta, si intravede la possibilità che l'obbligo di cui agli

artt. 14, comma 4, e 17, comma 1, lett. a), sia nella pratica di difficile attuazione in assenza di un corrispondente obbligo per gli emittenti di fornire gli aggiornamenti.

Pertanto, nell'accogliere positivamente una norma che potrà tutelare gli investitori non professionali, si auspica che sia possibile creare un sistema di informativa che richieda un comportamento attivo da parte degli emittenti su base continuativa. .

Art. 26

(Condizione per l'ammissione delle offerte sul portale)

1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica:
 - a) che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di start-up innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto. A tali fini, l'emittente fornisce al gestore la documentazione relativa alla sottoscrizione della quota riservata agli investitori professionali;
 - b) che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda, in favore degli investitori che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale diversi dai clienti professionali o dalle altre categorie di investitori indicate alla lettera a), almeno per il periodo in cui sussistono i requisiti stabiliti dall'articolo 25, comma 2 del decreto il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni e le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi.

Commento DLA Piper:

Ai fini che hanno mosso il regolatore a porre la presenza di una partecipazione qualificata da parte di investitori professionali quale condizione per lo svolgimento delle offerte sui portali, si fa notare che potrebbe essere una ulteriore garanzia indiretta per gli altri investitori un meccanismo di *lock-up* delle partecipazioni detenute dagli investitori professionali per un periodo minimo: tale previsione potrebbe garantire una maggiore stabilità della struttura dei soci e, per l'effetto, della società stessa; inoltre una stabilizzazione della partecipazione richiesta quale condizione per lo svolgimento dell'offerta potrebbe scoraggiare eventuali speculazioni di breve termine che gli investitori istituzionali potrebbero porre in essere con le partecipazioni in *start-up* innovative.

Altri commenti

Oltre a quanto sopra riportato, chi commenta vorrebbe soffermarsi su alcuni argomenti non ancora trattati o regolamentati dal legislatore né Codesta Spettabile

Commissione. Ci si riferisce nello specifico alla necessità di conciliare (eventualmente prevedendo una tecnica specifica) la normativa relativa alle start-up innovative con le disposizioni relative agli emittenti titoli diffusi. A parere di chi commenta, ad oggi esiste una possibilità teorica che le start-up innovative che utilizzino il portale quale strumento di *crowd funding* possano ricadere nell'ambito di applicazione di tali norme.